

投资品 - 电气设备

2009 年 3 月 24 日

市场数据	2009 年 3 月 24 日
当前价格 (元)	38.50
52 周价格区间 (元)	15.42-58.80
总市值 (百万)	37480.00
流通市值 (百万)	16464.39
总股本 (百万股)	1000.00
流通股 (百万股)	439.28
日均成交额 (百万)	221.40
近一月换手 (%)	45.97%
第一大股东	新疆风能有限责任公司
公司网址	http://www.goldwind.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
金风科技	-1.26%	52.98%	-37.54%
沪深 300	1.20%	27.12%	-39.59%

颜彪

+86 755 83199599ext8136

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

兆瓦级风机有望助公司重新领衔

——金风科技 (002202) 2008 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2008E	200E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	6458	10080	15540	20220
净利润 (百万元)	914.53	1377.89	1840.91	2181.53
每股收益 (元)	0.91	1.38	1.84	2.18
净利润增长率%	45.26%	50.67%	33.60%	18.50%
市盈率	42.10	27.94	20.91	17.65
市净率	10.32	7.51	5.53	4.21
EV/EBITDA	29	20	15	13

资料来源: 世纪证券研究所

- 业绩超预期, 净利润同比增长 45.26%。2008 年实现营业收入 64.58 亿元, 同比增长 108.11%, 实现归属母公司净利润 9.15 亿元, 同比增长 45.26%; 实现每股收益 0.91 元, 全面摊薄净资产收益率为 24.52%。
- 兆瓦级风机的量产有望重新领衔市场。公司 1.5MW 机组占比不断加大, 08 年 1.5MW 机组的销售较上年增长了 462.17%, 销售占比 45.31%。随着北京亦庄、新疆二期、包头 MW 级风机基地投产, 形成了 900-1000 台 MW 级风机产能; 另外酒泉、南京、西安基地在 09 年的陆续投产, 将使公司 MW 级风机产能达到 2000 台。根据公司定单和产能, 我们预计公司 09 年 750KW 风机销售 800 台左右, MW 级风机销售 1000 台左右。
- 产品结构调整降低毛利率水平, 但有望止跌回升。公司规模化生产带来单位费用的减少、进口零部件成本由于汇率下降的降低以及原材料成本的下降, 都会抵消 MW 级风机毛利率低的不利因素, 我们预测 09 年公司风机综合毛利率会止跌回升, 750KW 和 1.5MW 风机毛利率分别为 29% 和 19.5%。
- 研发实力和独特的盈利模式成为核心竞争力。通过收购德国 VENSYS, 使公司具备完全自主研发设计能力和完整自主知识产权; 1.5MW 机组的优化, 2.5MW、3.0MW、5.0MW 的相继研发充实了 MW 级风机实力。风电场开发与销售项目成为公司新的盈利模式, 08 年实现净利润 1.07 亿元, 09 年预计有两个风电场转让。
- 我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 1.38 元、1.84 元和 2.18 元, 对应 PE 分别为 28、21 和 18。考虑到风电行业高景气周期和公司强大研发实力和独特盈利模式, 我们给予金风科技“增持”评级。适当关注竞争风险、原材料价格波动风险和零部件供应短缺风险。

业绩超预期，净利润同比增长 45.26%

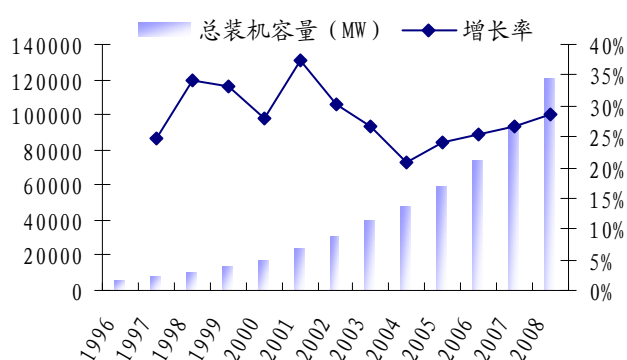
2008 年实现营业收入 64.58 亿元，同比增长 108.11 %，实现营业利润 11.43 亿元，同比增长 87.31 %；实现净利润 10.37 亿元，同比增长 63.35%；实现归属母公司净利润 9.15 亿元，同比增长 45.26 %；实现每股收益 0.91 元，全面摊薄净资产收益率为 24.52%。

风电产业迅速发展给公司带来巨大成长空间**风电产业迅速发展**

在转变能源结构，维护能源安全强烈呼吁下，风能作为价格相对便宜、技术相对成熟、市场相对规模化的新能源产业，在最近几年得到飞速发展。2008 年全球风电装机总容量达到 120,791MW，同比增幅 28.8%，高于过去十年的平均值；2008 年全球新增风电装机容量 27,056MW，同比增长 36.20%，过去 10 年复合增长率分别达到 16.14%和 15.01%。

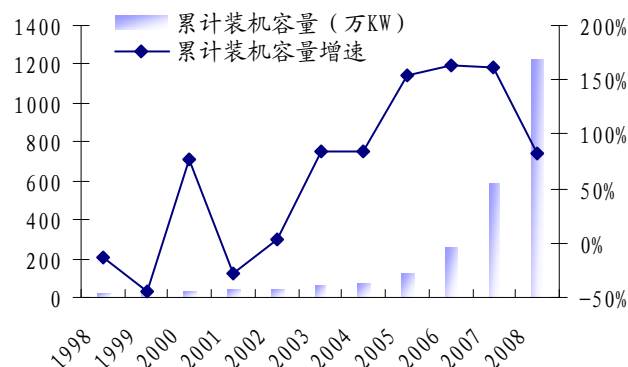
我国风电产业建设更是如火如荼。根据世界风能理事会统计，2008 年中国新装机容量 6300 MW，同比增幅 82.66%；2008 年总装机容量达 12200 MW，同比增长 106.6%，2003 年-2008 年复合增长率为 84.77%。

Figure 1 全球累计装机容量及增长率



数据来源：GWEC、世纪证券研究所

Figure 2 我国近几年风电累计装机容量及增速



数据来源：GWEC、世纪证券研究所

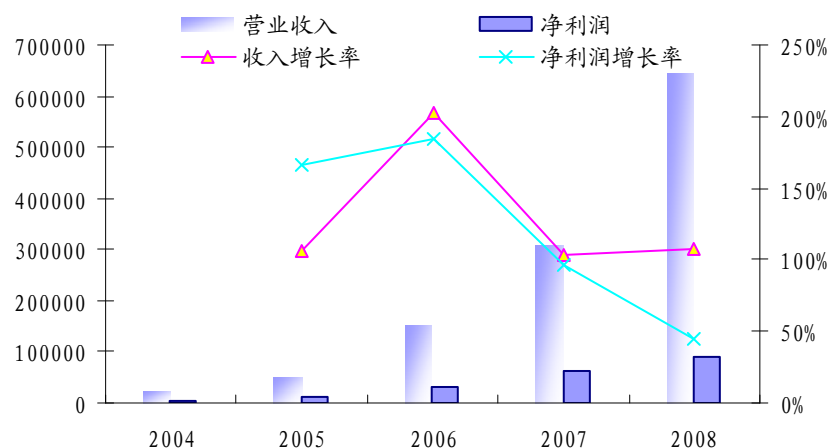
金风科技面临巨大市场

2008 年，发改委将中国 2020 年的风电装机容量规划由 3000 万千瓦上调为 8000 万至 1 亿千瓦，同时规划在“三北”地区重点建设数百个 10 万千瓦级以上的大型风电场。按照目前装机速度和规划目标，2009-2010 年新增装机复合增长率将达到 68%，累计装机复合增长率达到 57%；2010-2020 年新增装机容量复合增长率达到 15%，累计装机复合增长率达到 13%。

金风科技是最早进入国内风电市场的企业，凭借其研发优势、独特的盈利模式，公司从 04 年开始收入和利润每年以 100%以上速度增长。

公司累计装机容量历年国内排名第一，08 年累计装机容量 2629.05MW，新增装机 1135.75MW，市场份额 18.12%，低于华锐风电的 22.45%，首次处于第二的位置。

Figure 3 金风科技历年收入和净利润情况（单位：万元）



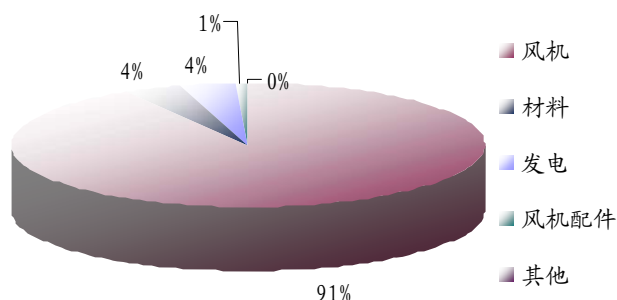
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

兆瓦级风机的量产有望重新领衔市场

公司主营业务为风力发电机组生产及销售，08 年风力发电机组销售收入占公司营业收入的 93.46%，实现利润占主营业务利润的 91.43%。

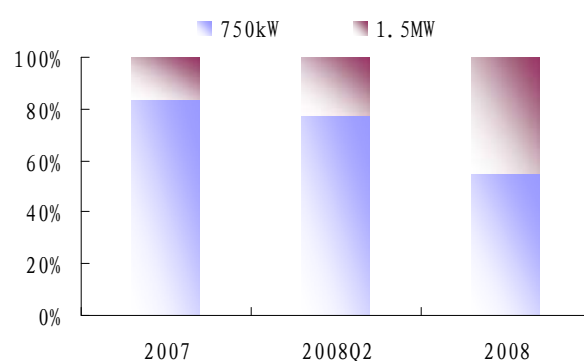
公司 1.5MW 机组占比不断加大。2006 年产品销售以 750KW 风机为主，有少量 600KW 风机；2007 年产品销售以 750KW 风机为主，有少量 1.5MW 风机；2008 年 1.5MW 风机实现批量生产，全年生产 750kW 机组 1471 台、1.5MW 机组 370 台，1.5MW 机组的销售较上年增长了 462.17%，销售占比 45.31%。

Figure 4 08 年风机利润占主营业务利润比例



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 2007-2008 年公司 750KW 和 1.5MW 机型销售比例



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

随着公司 MW 级风机基地的逐步量产，MW 级风机产能不断扩大。北京亦庄基地已建成投产，逐步发挥其 MW 机组生产及研发基地的重要战略地位，08 年实现营业收入 10.46 亿元，净利润 1.46 亿元；新疆二期

项目已经完工，于 2008 年初投入使用，实现净利润 8,214.14 万元；内蒙古包头基地已完成建设，于 2008 年下半年投入使用。总共形成了 900-1000 台 MW 级风机产能。

除上述 3 个产能基地外，公司酒泉（设计产能 200 台）、德国产能基地正在建设，西安（设计产能 200 台）、南京基地（设计产能 200 台）将于 2009 年开工建设，全部基地建成后，公司的 MW 机组产能可达到 2000 台以上。

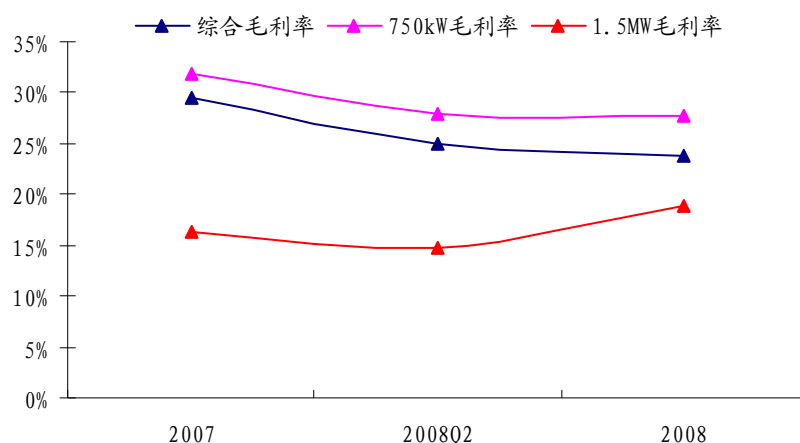
公司订单充足。2008 年新增订单 1532.25MW，其中 750kW 机组 804.75MW，1.5MW 机组 727.50MW；截止 2008 年底，公司待执行订单总量为 1541.25MW，其中 750kW 机组 170.25MW，1.5MW 机组 1371MW。除已经签订的订单外，公司还在甘肃酒泉千万千瓦基地项目招标中中标 811.50MW，为未来两年的持续发展奠定了良好的市场基础。

公司在 09 年将完成 2.5MW 零部件试制及样机安装，3.0MW 机组详细设计、零部件试制及样机安装，5.0MW 零部件的详细设计并完成 5.0MW 机组性能测试实验台的建设。与此同时还将完成甘肃酒泉基地、西安基地、南京基地建设。充足的定单加上公司 MW 级风机基地的规模化生产，预计公司 09 年新增装机容量将重回第一的位置。我们预计公司 09 年 750KW 风机销售 800 台左右，MW 级风机销售 1000 台左右。

产品结构调整降低毛利率水平

公司 1.5MW 机组毛利率 18.88%，同比上升 2.54 个百分点，750KW 机组毛利率 27.81%，同比下降 4.14 个百分点，综合毛利率 23.76%，同比下降 5.7 个百分点。

Figure 6 公司产品毛利率比较及变化趋势



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

750kW 机组毛利率同比下降，主要是由于 08 年单台售价较上年略有降低，另上半年原材料价格大幅走高，给公司带来一定的成本压力；1.5MW 机组毛利率同比 2.54%，主要是由于 2008 年下半年汇率下降，使 1.5MW 的进口部件成本有所降低，此外，2008 年 1.5MW 风机实现批量化生产，每台机组分摊的制造费用减少。

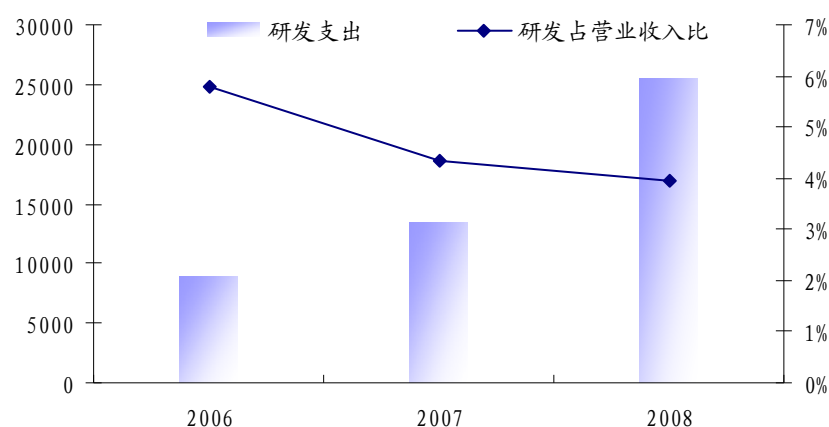
公司规模化生产带来单位费用的减少、进口零部件成本由于汇率下降的降低以及原材料成本的下降，都会抵消 MW 级风机毛利率低的不利因素，我们预测 09 年公司风机综合毛利率会止跌回升，750KW 和 1.5MW 风机毛利率分别为 29%和 19.5%。

研发实力和独特的盈利模式成为核心竞争力

公司不断增强整机制造的竞争力，同时积极拓展风电技术服务、风电项目开发销售和技术转让等多种盈利模式。

通过德国金风收购德国 VENSYS 70%的股权，使金风科技成为国内第一家具备完全自主研发设计能力和完整自主知识产权的风电整机制造商；2008 年公司进行了 1.5MW 系列化机组的优化，同时开展了 2.5MW、3.0MW、5.0MW 的研发。2.5MW 及 3.0MW 机组均完成机组整体设计及零部件的详细设计，开始零部件的试制工作。截止报告期末公司已获得专利 16 项，正在申请注册的专利 22 项。

Figure 7 公司历年研发支出情况



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

风电场开发与销售项目作为公司新的盈利模式，在 2008 年初显成效，逐步被市场所认可。该公司 2008 年共进行 7 个项目的建设并完成了其中的 4 个。乌拉特中旗、乌拉特后旗项目已经完成股权转让，塔城项目完成 49%的股权转让。全年实现归属母公司的净利润 1.07 亿元，

占比为 11.69%。

Figure 8 研发、风电场和服务成为利润的重要来源

公司名称	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	归属母公司净利润
整机研发与制造						
北京金风科创	35,000	213,206.58	49,508.19	104,591.74	13,872.95	14,609.10
内蒙古金风科技	15,000	17,363.48	15,003.05	598.21	13.09	26.69
德国金风	35万欧元	85,086.82	15,459.74	40,700.91	5,619.74	2,569.92
德国 VENSYS 能源	500万欧元			并入德国金风		
甘肃金风	8,860	8,488.42	8,452.80	0.00	-407.20	-407.20
西安金风	6,000	5,740.67	5,792.25	0.00	-270.75	-270.75
南京金风	11,600	11,603.31	11,602.48	0.00	3.31	3.31
零部件研发与制造						
北京天诚同创	1000	1000	903.7	0	-3.57	-3.57
德国 VENSYS 电子	10万欧元			并入德国金风		
风电项目投资公司（下设8个项目公司，已并入北京天润新能源投资有限公司）						
北京天润新能投资	33,160	191,499.52	73,370.14	8,984.48	28,299.91	10,745.69
风电服务公司						
北京天源科创	2,500	19,679.30	8,819.87	8,618.20	2,423.97	2,934.78
新疆天运风电配送	400	1,190.18	517.43	4,789.64	136.79	117.09

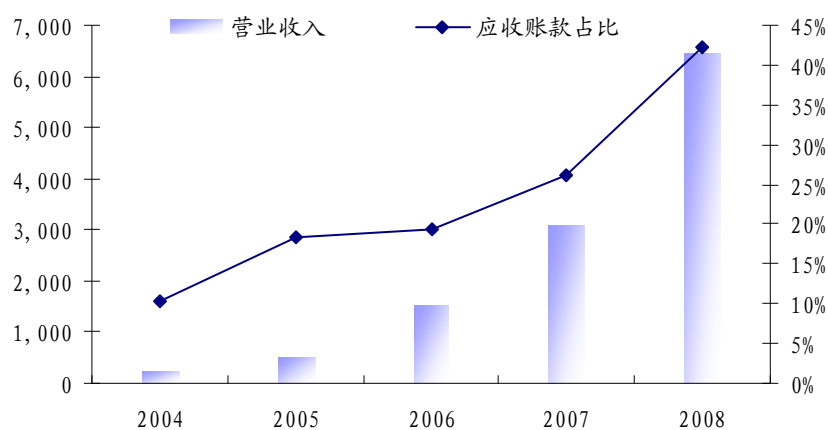
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司目前财务状况比较稳健

应收账款处于可控范围

公司应收账款余额同比上涨 237.67%，通过分析其账龄结构，我们可以发现公司 1 年以内应收账款占比 93.20%（07 年该比例为 90.14%），前 5 名客户欠款占比 50.86%，主要为大型电力公司，发生违约可能性较小，另外公司计提了 5.44% 的坏账准备。

Figure 9 公司应收账款变化趋势（单位：百万元）



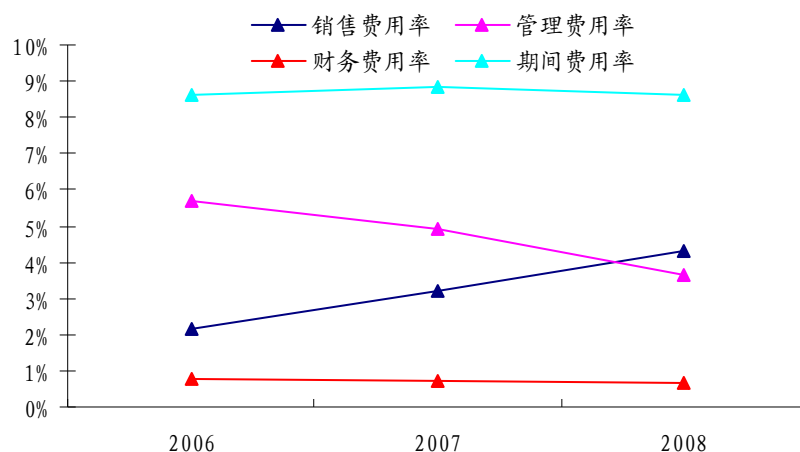
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

期间费用控制良好，销售费用有改善空间

销售管理费用率不断上升，从 06 年的 2.15% 上升到 08 年的 4.31%，虽然有销售规模扩大的因素，但也显示了公司销售费用控制还有进一步

改善的空间；公司管理费用率和财务费用率都不断下降，特别是管理费用率下降较快，显示公司管理效率不断提升；而财务费用率公司一直保持在比较低的水平。

Figure 10 2006-2008 年三大费用率变化趋势



数据来源：WIND、世纪证券研究所

偿债能力较强

2008 年流动比率同比下降，主要原因是应付帐款、预收帐款和其他应收款增长较多，导致流动负债增长比率高于流动资产增长比率；2008 年资产负债率同比上升，主要是长期借款增加所致；公司 2008 年利息保障倍数为 23.11，说明公司有较强的支付利息的能力。

Figure 11 偿债能力分析

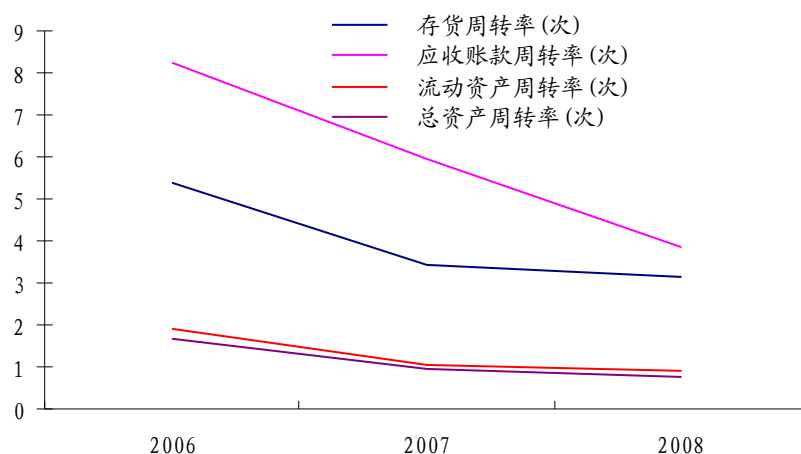
	2006 年报	2007 年报	2008 年报
流动比率	2.05	2.15	1.62
速动比率	1.47	1.72	1.24
已获利息倍数 (EBIT / 利息费用)	30.53	35.64	28.84
长期债务与营运资金比率	0.17	0.09	0.4

数据来源：WIND、世纪证券研究所

营运能力有所下降

总资产周周转率下降最主要原因是应收账款周转率下降引起，存活周转率与 07 年持平。

Figure 12



数据来源: WIND、世纪证券研究所

风险因素

公司主要面临以下风险:

(1) 市场竞争风险。全球风机制造业前 5 强中已有 4 家在中国设厂, 国内涉足风电整机制造业务的企业也已达到 60 余家, 公司面临的市场竞争空前激烈。

(2) 原材料价格波动的风险。由于风机零部件采购周期较长, 提前很难预测原材料的价格走势, 同时国际汇率大幅波动, 加大了零部件的采购难度。未来原材料价格走势仍然存在不确定性, 会在一定程度上影响公司的利润水平。

(3) 零部件供应短缺带来的风险。风力发电作为新兴行业, 国内风机零部件供应商处于成长初期, 很多关键零部件的供应不能满足市场需求, 公司的零部件均采用外购的方式, 随着产量的快速增加, 对个别供应商产生较大的依赖性, 从而可能制约公司的发展速度。

Figure 13 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9061	13768	21212	25159	营业收入	6458	10080	15540	20220
现金	3286	5544	8547	11121	营业成本	4873	7824	12275	16057
应收账款	2580	3810	5140	5732	营业税金及附加	20	31	48	63
其他应收款	275	286	367	382	营业费用	278	413	622	809
预付账款	760	1220	1915	2505	管理费用	237	353	544	708
存货	2119	2908	5243	5419	财务费用	42	39	81	86
其他流动资产	40	0	0	0	资产减值损失	128	50	30	40
非流动资产	2005	2764	2975	3123	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	266	300	300	200
固定资产	1099	1899	2129	2224	营业利润	1143	1670	2240	2658
无形资产	149	239	279	349	营业外收入	22	25	27	30
其他非流动资产	730	599	541	524	营业外支出	2	4	8	11
资产总计	11065	16532	24187	28282	利润总额	1163	1691	2259	2677
流动负债	5584	9495	14884	16530	所得税	126	144	192	228
短期借款	50	1785	4209	3040	净利润	1037	1547	2067	2449
应付账款	1440	1956	3069	4014	少数股东损益	122	169	226	268
其他流动负债	4094	5755	7606	9475	归属母公司净利润	915	1378	1841	2182
非流动负债	1389	1382	1582	1582	EBITDA	1247	1798	2441	2879
长期借款	1282	1282	1482	1482	EPS (元)	0.91	1.38	1.84	2.18
其他非流动负债	108	100	100	100	主要财务比率				
负债合计	6973	10877	16466	18111	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	362	531	757	1024	成长能力				
股本	1000	1000	1000	1000	营业收入	108.1%	56.1%	54.2%	30.1%
资本公积	1670	1670	1670	1670	营业利润	87.3%	46.1%	34.1%	18.7%
留存收益	1076	2454	4295	6477	归属于母公司净利润	45.3%	50.7%	33.6%	18.5%
归属母公司股东权益	3730	5124	6965	9146	获利能力				
负债和股东权益	11065	16532	24187	28282	毛利率(%)	24.5%	22.4%	21.0%	20.6%
现金流量表					净利率(%)	14.2%	13.7%	11.8%	10.8%
单位: 百万元					ROE(%)	24.5%	26.9%	26.4%	23.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	52.2%	50.7%	44.3%	71.7%
经营活动现金流	864	1170	511	3910	偿债能力				
净利润	1037	1547	2067	2449	资产负债率(%)	63.0%	65.8%	68.1%	64.0%
折旧摊销	63	89	121	135	净负债比率(%)	19.10%	28.19%	34.56%	24.97%
财务费用	42	39	81	86	流动比率	1.62	1.45	1.43	1.52
投资损失	-266	-300	-300	-200	速动比率	1.24	1.14	1.07	1.19
营运资金变动	-45	-329	-1568	1406	营运能力				
其他经营现金流	33	123	111	34	总资产周转率	0.78	0.73	0.76	0.77
投资活动现金流	-1000	-588	-51	-81	应收账款周转率	4	3	3	4
资本支出	946	800	300	200	应付账款周转率	5.11	4.61	4.89	4.53
长期投资	-325	-14	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-379	198	249	119	每股收益(最新摊薄)	0.91	1.38	1.84	2.18
筹资活动现金流	743	1676	2543	-1255	每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.17	0.51	3.91
短期借款	-420	1735	2424	-1169	每股净资产(最新摊薄)	3.73	5.12	6.96	9.15
长期借款	1129	0	200	0	估值比率				
普通股增加	500	0	0	0	P/E	42.10	27.94	20.91	17.65
资本公积增加	-50	0	0	0	P/B	10.32	7.51	5.53	4.21
其他筹资现金流	-415	-59	-81	-86	EV/EBITDA	29	20	15	13
现金净增加额	607	2258	3003	2574					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.